



滔搏 (6110.HK): 预计 1HFY24 收入相较疫情前稳步恢复, 净利率同比扩张确定性强

我们预测滔搏 1HFY24 的收入同比增长高单位数, 净利率同比扩张 50bps 左右。我们预测滔搏 FY24 全年归母净利润增速在行业中处于领先地位。国际品牌的持续恢复以及滔搏强大的运营能力使滔搏成为为数不多在未来两年能够保持收入双位数增长, 同时利润率保持扩张的中国运动服饰零售企业。维持滔搏行业首选不变。

- 收入相较疫情前稳步恢复中:** 管理层在 6 月底的交流会中曾透露, 滔搏 1QFY24 (2023 年 3-5 月) 的收入基本上恢复至 2019 年同期的 80%-85%。根据我们的调研, 我们预计滔搏 2QFY24 (2023 年 6-8 月) 的收入相较 2019 年同期的恢复程度比 1QFY24 有所提升, 并有望落在 80%-85% 区间的高段。基于以上判断, 我们推断滔搏 1HFY24 的收入恢复至 1HFY20 收入水平的 83%-84%, 同比增长高单位数。这意味着公司 2QFY24 的收入在高基数下同比仅小幅下降低单位数 (见图表 3)。我们预计随着消费力与消费情绪的逐步恢复, 滔搏 FY2024 的收入将持续恢复并最终回到 FY2020 全年收入的 90%。
- 零售折扣保持稳定, 库存维持健康水平:** 滔搏 1QFY24 的零售折扣同比略有改善。考虑到 2QFY23 (2022 年 6-8 月) 相对较好的市场情况, 我们预计 2QFY24 的零售折扣基本保持去年同期的水平。因此, 我们预测 1HFY24 的整体零售折扣同比基本持平或微幅改善。另外, 我们预计 2QFY23 末的库存水平依然维持同比双位数下跌, 但库龄结构会随着季节的变化而有所起伏。
- 1HFY24 净利润扩张确定性较强:** 市场对于滔搏 1HFY24 的利润率展望有不同的观点。我们认为, 虽然 1HFY24 零售折扣同比微幅改善, 但品牌方的补贴同比可能有较大幅度的降低。这也可能导致 1HFY24 毛利率在去年的高基数下可能同比小幅收窄。但我们同时预测, 1HFY24 的销售费用率在经营杠杆的帮助下有望同比大幅下降, 且下降幅度超过毛利率收窄的幅度。因此, 我们预测滔搏 1HFY24 的核心经营利润率与净利率都将录得同比 50bps 左右的扩张。
- 维持盈利预测与目标价不变:** 基于我们的预测, 滔搏目前交易在不到 13x CY24 P/E, 估值水平相较其他运动服饰企业依然具有较高的吸引力。基于稳定的业绩表现, 我们维持原有的盈利预测不变。我们维持滔搏 8.4 港元目标价 (17x CY24 P/E) 不变。维持滔搏“买入”评级及行业首选。
- 投资风险:** 行业需求放缓、品牌竞争大于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	31,877	27,073	30,887	34,540	37,782
同比变动 (%)	-11%	-15%	14%	12%	9%
归母净利润	2,447	1,837	2,369	2,898	3,420
同比变动 (%)	-12%	-25%	29%	22%	18%
PE (X)	14.4	19.2	14.9	12.2	10.3
ROE (%)	24%	18%	24%	29%	35%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 9 月 6 日

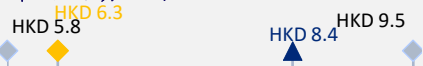
评级

买入

目标价 (港元)	8.4
潜在升幅/降幅	+34.2%
目前股价 (港元)	6.3
52 周内股价区间 (港元)	3.8-8.0
总市值 (百万港元)	38,820
近 3 月日均成交额 (百万港元)	44.6

注: 截至 2023 年 9 月 6 日收盘价

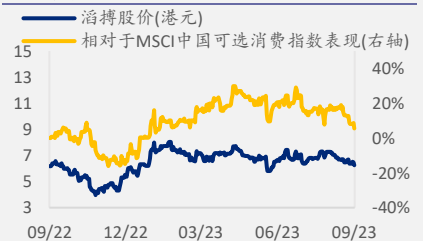
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 滔搏

利润表					
(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	31,877	27,073	30,887	34,540	37,782
同比	-11.5%	-15.1%	14.1%	11.8%	9.4%
销售成本	-18,052	-15,789	-17,750	-19,751	-21,519
毛利	13,824	11,284	13,138	14,789	16,263
毛利率	43.4%	41.7%	42.5%	42.8%	43.0%
销售、一般及行政开支	-10,732	-9,153	-10,128	-11,041	-11,818
其他经营收入及收益 (损失)	338	300	301	301	301
经营盈利	3,430	2,431	3,311	4,049	4,745
经营利润率	10.8%	9.0%	10.7%	11.7%	12.6%
融资成本	-218	-213	-230	-256	-250
财务收入	114	104	120	124	126
税前盈利	3,326	2,322	3,201	3,917	4,622
所得税开支	-880	-486	-832	-1,018	-1,202
所得税率	26.4%	20.9%	26.0%	26.0%	26.0%
归母净利润	2,447	1,837	2,369	2,898	3,420
归母净利率	7.7%	6.8%	7.7%	8.4%	9.1%
同比	-11.7%	-24.9%	29.0%	22.4%	18.0%

现金流量表					
(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
除所得税前盈利	3,326	2,322	3,201	3,917	4,622
固定资产折旧	667	609	622	614	755
使用权资产折旧	1,830	1,582	1,583	1,772	1,762
无形资产摊销	31	25	35	35	35
其他	170	220	310	332	224
营运资金变动前经营现金流	6,024	4,758	5,751	6,670	7,397
预付款项及其他资产增加	-36	61	-52	0	0
存货增加	-524	423	-75	99	-262
应收贸易款项减少	1,081	51	-299	-160	-142
其他应收款、按金及预付款减少	-571	337	36	0	0
应付贸易款项增加	481	27	-116	-10	77
其他应付款、应计费用及其他负债增加	137	-415	101	0	0
支付所得税	-903	-891	-832	-1,018	-1,202
经营活动所得 (所用) 现金净额	5,690	4,351	4,514	5,581	5,869
购买物业、厂房及设备和无形资产支付款项	-716	-357	-650	-550	-550
出售物业、厂房及设备所得款项	3	5	8	8	8
以跨境资金池安排下提取 / (存入) 的定期抵押存款	0	0	0	0	0
已收利息	42	66	120	124	126
其他	0	-20	0	0	0
投资活动所用现金净额	-671	-306	-522	-418	-416
偿还银行借款	-5,152	-1,571	0	0	0
银行借款所得款项	4,348	2,595	0	0	0
支付租赁负债 (含利息)	-2,117	-1,481	-1,597	-2,007	-2,127
已付银行借款之利息	-22	-31	-49	-50	-50
已付股息	-1,550	-2,667	-2,369	-2,898	-3,420
其他	0	-286	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-4,949	-3,440	-4,015	-4,955	-5,597
现金及现金等价物变动	524	605	-24	208	-144
于年初的现金及现金等价物	1,229	1,753	2,357	2,334	2,541
现金及现金等价物汇兑差额	0	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,753	2,357	2,334	2,541	2,398

资产负债表					
(百万人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
存货	6,686	6,247	6,322	6,223	6,485
应收账款	1,107	1,055	1,354	1,514	1,656
按金、预付款项及其他应收款项	1,435	1,136	1,100	1,100	1,100
抵押定期存款	0	1,286	1,286	1,286	1,286
银行结余及现金	1,753	2,357	2,334	2,541	2,398
流动资产	10,980	12,101	12,416	12,685	12,945
物业、厂房及设备	1,009	733	553	282	-31
使用权资产	3,100	2,425	2,942	3,169	2,907
无形资产	1,093	1,073	1,038	1,004	969
长期按金、预付款项及其他应收款项	1,309	249	300	300	300
递延所得税资产	305	239	240	240	240
非流动资产	6,816	4,719	5,073	4,995	4,384
应付贸易账款	927	991	875	866	943
其他应付款项、应计费用及其他应付款项	1,645	1,192	1,250	1,250	1,250
应付股息	0	0	0	0	0
短期借款	518	1,545	1,545	1,545	1,545
租赁负债	1,086	1,181	1,200	1,200	1,200
即期所得税负债	697	360	400	400	400
流动负债	4,873	5,268	5,270	5,261	5,338
递延所得税负债	372	237	240	240	240
租赁负债	1,970	1,481	2,145	2,345	1,918
非流动负债	2,342	1,719	2,385	2,585	2,158
股本及其他储备	3,512	1,742	1,742	1,742	1,742
保留盈利	7,070	8,092	8,092	8,092	8,092
权益	10,582	9,834	9,834	9,834	9,834

财务和估值比率					
(人民币)	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.39	0.30	0.38	0.47	0.55
每股销售额	5.14	4.37	4.98	5.57	6.09
每股股息	0.43	0.33	0.38	0.47	0.55
同比变动					
收入	-11%	-15%	14%	12%	9%
经营盈利	-14%	-29%	36%	22%	17%
归母净利润	-12%	-25%	29%	22%	18%
摊薄每股收益	-12%	-25%	29%	22%	18%
费用与利润率					
毛利率	43%	42%	43%	43%	43%
经营利润率	11%	9%	11%	12%	13%
归母净利率	8%	7%	8%	8%	9%
回报率					
平均股本回报率	24%	18%	24%	29%	35%
平均资产回报率	14%	11%	14%	16%	20%
资产效率					
库存周转天数	130	149	130	115	110
应收账款周转天数	19	15	16	16	16
应付账款周转天数	14	22	18	16	16
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4
速动比率 (x)	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
现金比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4
负债 / 权益 (%)	5%	16%	16%	16%	16%
估值					
市盈率 (x)	14.6	19.4	15.1	12.3	10.4
市销率 (x)	1.1	1.3	1.2	1.0	0.9
股息率	7%	5%	6%	7%	9%

E=浦银国际预测

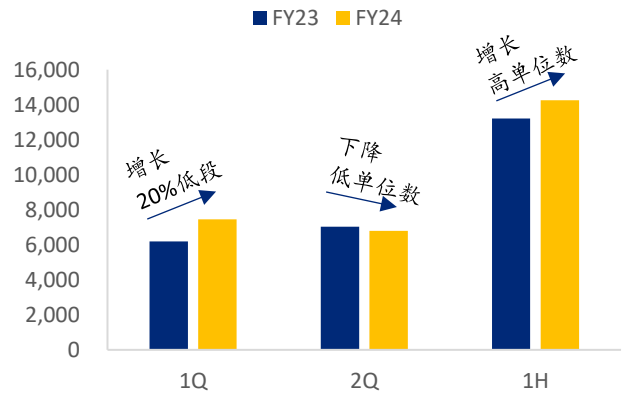
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 滔搏各季度收入同比表现, 3QFY22-2QFY24

季度	流水同比变化
3Q FY22	▼ 下降 20-30%低段
4Q FY22	▼ 下降 10-20%高段
1Q FY23	▼ 下降 20-30%高段
2Q FY23	▼ 下降低单位数
3Q FY23	▼ 下降 10-20%高段
4Q FY23	▼ 下降 10-20%低段
1Q FY24	▲ 增长 20-30%低段
2Q FY24E	▼ 下降低单位数

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 滔搏 FY2023-2024 年一、二季度及上半年收入变化预测



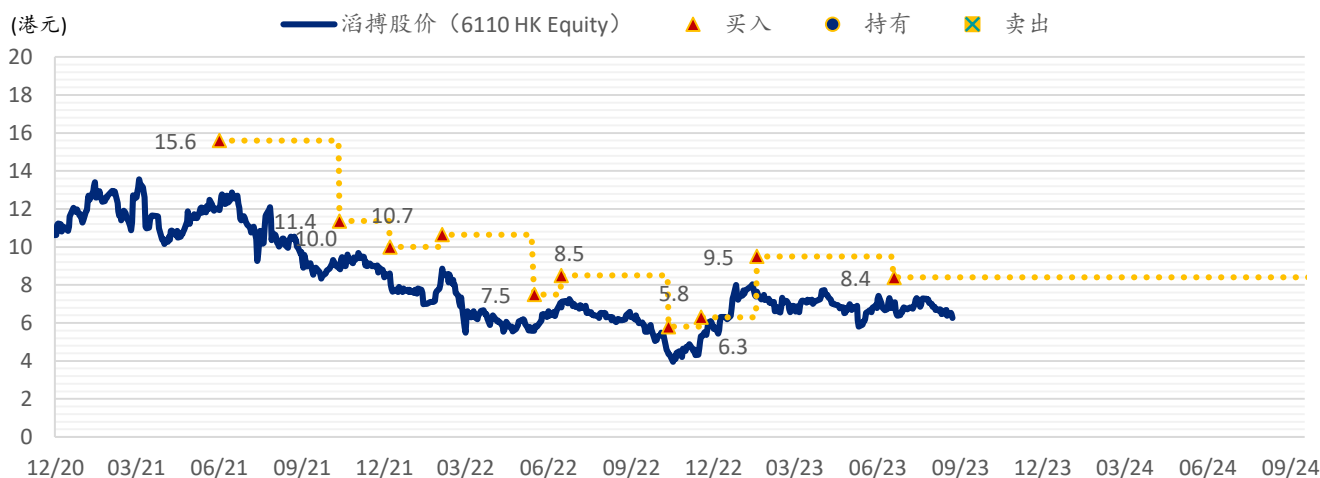
资料来源: 公司数据、浦银国际估算

图表 4: 滔搏 FY2023-2024 年上、下半年及全年盈利预测

百万人民币	1HFY23	1HFY24	YoY	2HFY23	2HFY24E	YoY	FY23	FY24E	YoY
营业收入	13,218	14,244	8%	13,855	16,643	20%	27,073	30,887	14%
营业成本	-7,187	-7,834	9%	-8,602	-9,915	15%	-15,789	-17,750	12%
毛利润	6,031	6,410	6%	5,254	6,728	28%	11,284	13,138	16%
毛利率	45.6%	45.0%		37.9%	40.4%		41.7%	42.5%	
销售与管理费用	-4,665	-4,829	4%	-4,488	-5,299	18%	-9,153	-10,128	11%
销售与管理费用率	35.3%	33.9%		32.4%	31.8%		33.8%	32.8%	
核心经营利润	1,366	1,581	16%	765	1,429	87%	2,131	3,010	41%
核心经营利润率	10.3%	11.1%		5.5%	8.6%		7.9%	9.7%	
其他收入	213	210	-2%	85	91	7%	299	301	1%
拨回应收贸易账款减值	2	0	-100%	0	0	n.a.	2	0	-100%
经营利润	1,581	1,791	13%	850	1,520	79%	2,431	3,311	36%
经营利润率	12.0%	12.6%		6.1%	9.1%		9.0%	10.7%	
财务支出	-63	-51	-19%	-46	-59	29%	-109	-110	1%
税前盈利	1,518	1,740	15%	805	1,461	82%	2,322	3,201	38%
所得税	-372	-435	17%	-113	-397	250%	-486	-832	71%
净利润	1,145	1,305	14%	691	1,064	54%	1,837	2,369	29%
净利润率	8.7%	9.2%		5.0%	6.4%		6.8%	7.7%	

E=浦银国际预测。资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 滔搏



注: 截至 2023 年 9 月 6 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	38.0	买入	52.8	2023 年 8 月 11 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.6	买入	100.9	2023 年 8 月 23 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023 年 8 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.3	买入	8.4	2023 年 9 月 6 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.7	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	53.8	买入	77.2	2023 年 8 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	418.8	买入	601.8	2023 年 8 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	21.2	持有	24.9	2023 年 8 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.2	买入	21.1	2023 年 9 月 5 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	12.5	买入	17.1	2023 年 8 月 23 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	46.0	买入	56.9	2023 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	90.8	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	16.8	持有	19.9	2023 年 8 月 3 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	65.7	买入	81.7	2023 年 9 月 5 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	92.6	持有	98.2	2023 年 9 月 5 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.2	买入	32.6	2023 年 8 月 29 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	26.7	买入	32.2	2023 年 8 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.8	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.2	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	19.5	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.5	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品

注: 截至 2023 年 9 月 6 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

